



## **“VALORIZACIÓN UNACEM”**

**Trabajo de Investigación presentado  
para optar al Grado Académico de  
Magíster en Finanzas**

**Presentado por**

**Srta. Rosa María Bardales Azañedo**

**Sr. Hernán Castañeda Camacho**

**Sr. Percy Antoni Zarria Samanamud**

**Asesor: Profesor Jorge Eduardo Lladó Márquez**

**2015**

A nuestros profesores, por todos los conocimientos  
que compartieron con nosotros.

## **Resumen ejecutivo**

UNACEM nace de la fusión de Cementos Lima y Cemento Andino, y se convierte en la única productora de cemento en el centro del país, lo cual le permite mantener una posición de liderazgo en dicha región, atendiendo prácticamente a la totalidad de ese mercado. Lo anterior se explica, entre otros, por la localización geográfica de sus dos plantas y su amplia red de distribución. A ello se suman las barreras naturales para la entrada de nuevos competidores en la industria local del cemento. De este modo, según cifras consolidadas, su participación de mercado a nivel nacional es de aproximadamente 50%.

Se conoce que el sector construcción está directamente relacionado al Producto Bruto Interno (PBI) total, además, el sector construcción impulsa el crecimiento de otros sectores económicos. Dentro del sector construcción decidimos elegir a esta empresa líder, ya que tiene potencial de apreciación en su acción debido a las buenas perspectivas para este segmento.

Consideramos que el desarrollo de proyectos de infraestructura y las inversiones realizadas en los últimos años sustentarían el crecimiento en los ingresos de la compañía y le va a permitir mantener los niveles de eficiencia operativa, con lo cual el margen EBITDA se ubicaría alrededor de 47% en los próximos 10 años.

Luego de valorizar a UNACEM bajo el método de Flujos de Caja Descontados (FCD), en donde se consideró un costo de oportunidad de capital de 10,51% y una tasa promedio de crecimiento en los primeros años del 5%, para luego tener, una vez alcanzada la capacidad instalada, una tasa a perpetuidad a largo plazo de 2,0%, siendo el precio de cada acción de la compañía, de acuerdo a nuestra valorización, 2,43 nuevos soles.

Lo anterior propone una recomendación de compra, puesto que la cotización actual de la acción está por debajo de su valor (1,50 nuevos soles) y tiene un gran potencial de apreciación. El sector construcción es considerado un segmento cíclico con respecto a la economía, dado que en los años donde se observa un mejor desempeño económico del país también se da en el sector analizado. El precio de la empresa refleja la contracción que viene registrando el PBI total.

Sin embargo, se recomienda comprar pues los ingresos de la empresa se basan en el crecimiento esperado de los despachos de cemento, producto de las buenas perspectivas del sector construcción. Asimismo, la valorización toma en cuenta solo mantener la capacidad instalada de

producción de cemento de la compañía, sus importantes reservas de caliza y las inversiones que viene realizando con el fin de incrementar su eficiencia. Finalmente, el adecuado manejo financiero y los mayores ingresos por subsidiarias permitirían a UNACEM mantener buenos márgenes de rentabilidad que se traducirían en mejores retornos para sus accionistas.

## Índice

<b>Índice de tablas.....</b>	<b>vii</b>
<b>Índice de gráficos.....</b>	<b>viii</b>
<b>Índice de anexos.....</b>	<b>ix</b>
<b>Capítulo I. Introducción .....</b>	<b>1</b>
<b>Capítulo II. Descripción del negocio.....</b>	<b>2</b>
1. Línea del negocio.....	2
2. Tipo de clientes .....	4
3. Área geográfica.....	5
4. Evolución del precio de la acción .....	6
5. Política de dividendos .....	6
6. Solvencia.....	7
<b>Capítulo III. Análisis del macroambiente.....</b>	<b>8</b>
1. Macroambiente internacional.....	8
2. Macroambiente regional .....	8
3. Macroambiente doméstico .....	8
<b>Capítulo IV. Descripción y análisis de la industria.....</b>	<b>12</b>
1. Análisis de Porter.....	12
2. Análisis FODA.....	12
<b>Capítulo V. Análisis financiero .....</b>	<b>14</b>
1. Análisis financiero de la empresa .....	14
1.1 Análisis de ingresos .....	14
2. Utilidad neta y situación financiera .....	17
<b>Capítulo VI. Valorización.....</b>	<b>19</b>
1. Supuestos de proyecciones .....	19
2. WACC.....	19
3. Métodos de valoración.....	19
4. Justificación de uso de los métodos. ....	20

<b>Capítulo VII. Análisis de riesgos.....</b>	<b>21</b>
1. Análisis de sensibilidad.....	21
2. Riesgos no considerados en la valoración.....	21
 <b>Conclusiones y recomendaciones.....</b>	 <b>23</b>
Conclusiones.....	23
Recomendaciones.....	23
 <b>Bibliografía.....</b>	 <b>24</b>
 <b>Anexos.....</b>	 <b>26</b>
 <b>Notas biográficas.....</b>	 <b>41</b>

## Índice de tablas

Tabla 1.	Marcas de cemento embolsado.....	3
Tabla 2.	Anuncios de proyectos de inversión privada 2015-2016 (millones de USD)...	9
Tabla 3.	Reservas (millones de TM).....	17
Tabla 4.	Resultados de la valorización .....	18
Tabla 5.	Tabla de sensibilidades.....	21

## Índice de gráficos

Gráfico 1.	Estructura de accionistas de UNACEM a diciembre 2014.....	2
Gráfico 2.	Capacidad instalada de cemento (miles de TM).....	4
Gráfico 3.	Capacidad instalada de <i>clinker</i> (miles de TM) .....	4
Gráfico 4.	Seis grandes empresas productoras de cemento en el Perú .....	5
Gráfico 5.	Desempeño de la acción .....	6
Gráfico 6.	Participación por sectores en proyectos de inversión privada 2015-2016.....	10
Gráfico 7.	PBI real vs. PBI construcción (en VAR % ).....	10
Gráfico 8.	Despacho de cemento 2004-2014 (miles de TM).....	11
Gráfico 9.	Análisis de Porter .....	12
Gráfico 10.	Despachos totales de cemento (en miles de TM) .....	14
Gráfico 11.	PBI vs. PBI construcción 1998-2014 .....	15
Gráfico 12.	Crecimiento del PBI y PBI construcción (VAR % anual).....	15
Gráfico 13.	Ingresos por rubro 2014.....	16
Gráfico 14.	Margen EBIT, margen EBITDA (millones de soles) .....	16



## Índice de anexos

Anexo 1.	Subsidiarias.....	27
Anexo 2.	Estructura administrativa.....	30
Anexo 3.	Empresas productoras de cemento y zona geográfica .....	31
Anexo 4.	Bonos corporativos vigentes.....	32
Anexo 5.	WACC .....	33
Anexo 6.	Posicionamiento competitivo y factores organizativos y sociales.....	35
Anexo 7.	UNACEM. Información financiera individual .....	36
Anexo 8.	Supuestos para el FCD .....	38
Anexo 9.	Desempeño de la acción .....	40

## **Capítulo I. Introducción**

En los últimos meses, la Bolsa de Valores de Lima ha mostrado una tendencia a la baja principalmente por favores externos y con una menor influencia de factores internos (la reducción del crecimiento del Producto Bruto Interno del Perú - PBI). Las acciones de la compañía Unión Andina de Cementos S.A.A. (UNACEM) que se cotizan en esta Bolsa no han sido ajenas a esta reducción de precios generalizada; sin embargo, el castigo al valor de la acción de UNACEM ha sido severo pasando de 3,77 a 1,85 nuevos soles por acción en apenas 21 meses (de enero 2014 a setiembre 2015), lo que no refleja los cambios en la economía del país sino que tienen un componente de especulación en la valorización de las acciones de la compañía.

El objetivo del presente trabajo es determinar el valor intrínseco de las acciones de UNACEM sobre la base de información de mercado y pública que refleje la situación económica actual del país, buscando eliminar cualquier efecto especulativo en la valorización.

Como mencionamos en el resumen ejecutivo, UNACEM es una empresa productora de cemento que opera en la zona centro del Perú, cuyo crecimiento se encuentra relacionado al comportamiento del PBI y, específicamente al crecimiento del sector construcción; es por ello que hemos efectuado esta valorización basándonos en información macroeconómica, información histórica e información de producción de UNACEM para valorizar las acciones, considerando que la compañía mantendrá la misma capacidad de producción. Esta valorización se ha efectuado teniendo en cuenta las metodologías y prácticas generalmente aceptadas para efectuar este tipo de cálculo con base en los conocimientos adquiridos en la maestría de Finanzas.

Nuestra investigación tiene la siguiente estructura: El primer capítulo es introductorio. En el segundo capítulo presentamos una breve descripción del negocio, tipo de clientes, área geográfica, evolución del precio de la acción, política de dividendos y solvencia de la compañía. En el capítulo III efectuamos el análisis del macroambiente en donde se desenvuelve UNACEM. En los capítulos IV y V efectuamos la descripción y análisis de la industria y un análisis financiero de la compañía; toda esta información nos sirve de base para efectuar la valorización de UNACEM en el capítulo VI, presentando los principales riesgos a los que está expuesta esta valorización en el capítulo VII. Por último presentamos las conclusiones y recomendaciones a las que llegamos luego de haber terminado la investigación.

## Capítulo II. Descripción del negocio

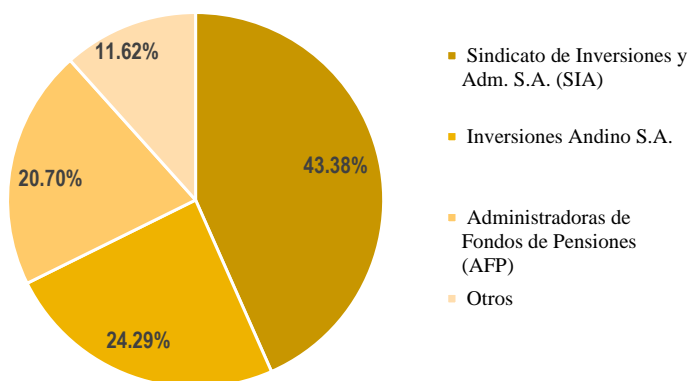
### 1. Línea del negocio

Unión Andina de Cementos S.A.A., en adelante UNACEM, nace de la fusión de Cementos Lima y Cemento Andino, ambas empresas del mercado de construcción en Perú<sup>1</sup>, en el año 2012. Cementos Lima fue constituida en 1967 por aportes en efectivo de la empresa Sindicato de Inversiones y Administración (SIA) S.A. y por la transferencia de activos y pasivos de la Compañía Peruana de Cementos Portland S.A. (la primera empresa cementera en el Perú).

UNACEM se dedica principalmente a la producción y comercialización de cemento, *clinker* y otros materiales para construcción. En Perú, es el principal productor de cemento, con una participación mayor al 50%.

Con respecto a la propiedad de la compañía, a continuación se presenta un gráfico que describe la estructura de accionistas de UNACEM al 31 de diciembre del 2014. El capital es íntegramente conformado por acciones comunes y el número de acciones asciende a 1.646.503.408.

**Gráfico 1. Estructura de accionistas de UNACEM a diciembre 2014**



Fuente: Informe de Clasificación de Riesgo Class y Asociados S.A. (2015)

A diciembre de 2014, los principales poseedores son el SIA, que además de tener una participación de 43,38% en las acciones de la compañía también forma parte de la plana gerencial, e Inversiones Andino S.A., empresa afín al SIA que ofrece servicios de asesoría administrativa y técnica.

<sup>1</sup> En el 2012, Cementos Lima absorbió por fusión a Cemento Andino modificando la razón social a Unión Andina de Cementos S.A.A. (UNACEM). Entró en vigencia el 1 de octubre del 2012.

El grupo económico se puede agrupar en tres: cemento, concreto y energía ;en el primer grupo se encuentran UNACEM, Cementos Drake (EE.UU.) y Lafarge; en el segundo grupo UNICON, Firth, Drake Materials (EE.UU), PREANSA (Colombia) y PREANSA (Chile). Finalmente, en el último grupo ubicamos a la Compañía Eléctrica El Platanal S.A. (CELEPSA) y Generación Eléctrica de Atocongo – GEA S.A. Para mayor información revisar el anexo 1.

El directorio de UNACEM está integrado por doce personas cuya conformación actual fue aprobada en Junta Obligatoria Anual de Accionistas del 27 de marzo del 2014 para la gestión del período comprendido entre marzo del 2014 y marzo del 2016. Por otro lado, la compañía presenta estabilidad en su plana gerencial. Para mayor detalle ver el anexo 2.

Dentro de los principales productos que ofrece UNACEM en el mercado local se tiene dos unidades de negocio: cemento embolsado y cemento a granel con 73,9% y 26,1% del total del despacho, respectivamente<sup>2</sup>. Con respecto a cemento embolsado, los productos que comercializa son:

**Tabla 1. Marcas de cemento embolsado**

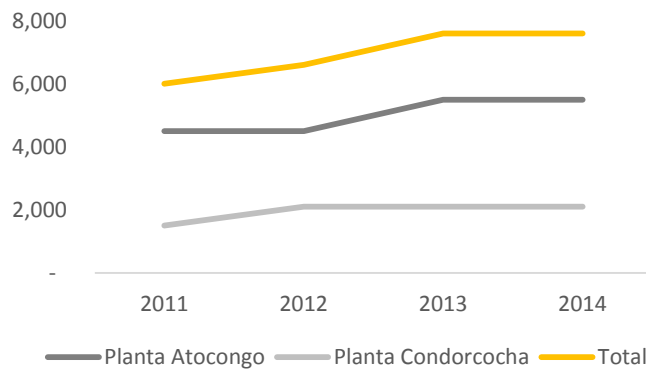
<b>Tipo</b>	<b>Descripción</b>	<b>Marcas</b>
Portland Tipo I	Construcciones en general	Cemento Andino Cemento Sol
Portland Tipo V	Construcciones de gran envergadura	Cemento Andino
Portland Tipo IPM	Construcciones de concreto en general	Cemento Atlas Cemento Andino
Portland Pozolánico Tipo IP	Macizos de concreto en grandes masas	Cemento Andino

Fuente: Inteligo SAB, Reporte de Valorización. 26 de setiembre 2013. Elaboración propia 2015.

La empresa tiene una red de distribución concentrada en la Costa y Sierra central de Perú con alrededor de 300 puntos de ventas, lo cual hace que UNACEM tenga una sólida posición frente a posibles nuevos competidores en la zona en la que opera. La oferta de la compañía básicamente se concentra en las regiones Lima, Junín, Ica y parte de Ayacucho, siendo Lima donde se concentra la mayor población en el país (según datos del INEI (2015) para el 2007, cerca del 30% de los 28 millones de habitantes a nivel nacional). Para abastecer la demanda del sector construcción se ha efectuado un incremento de la capacidad instalada en los últimos años.

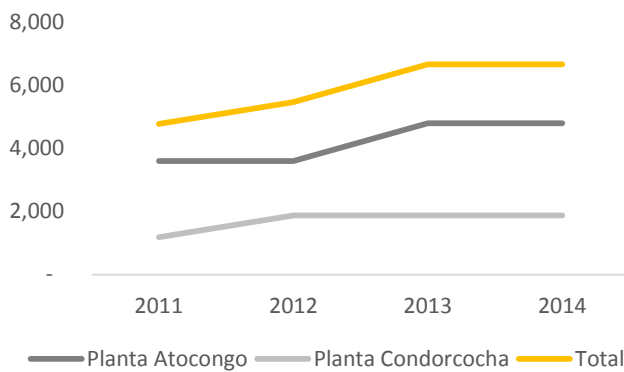
<sup>2</sup> UNACEM (2014). Memoria Anual.

**Gráfico 2. Capacidad instalada de cemento (miles de TM)**



Fuente: Apoyo y Asociados (2015). UNACEM (2014) Memoria Anual.

**Gráfico 3. Capacidad instalada de *clinker* (miles de TM)**



Fuente: Apoyo y Asociados (2015). UNACEM (2014) Memoria Anual.

Como resultado de la fusión de Cementos Lima y Cemento Andino en octubre del 2012, la capacidad instalada actual coloca a UNACEM dentro de las más grandes compañías cementeras del Perú y de América Latina en función a la capacidad instalada; sin duda, la compañía logrará satisfacer la demanda del sector construcción y sus ventas se incrementarán en los próximos años.

En el 2014, los despachos totales de cemento (venta local más exportaciones) fueron de 11,4 miles de TM. UNACEM permaneció como líder de los despachos, con una participación de 51% del total.

## **2. Tipo de clientes**

Como ya hemos mencionado, UNACEM es la empresa líder en el mercado cementero peruano con una participación de mercado mayor a 50%. Sus áreas de afluencia directa son ciudad de Lima y Sierra central de Perú y sus principales canales de venta son:

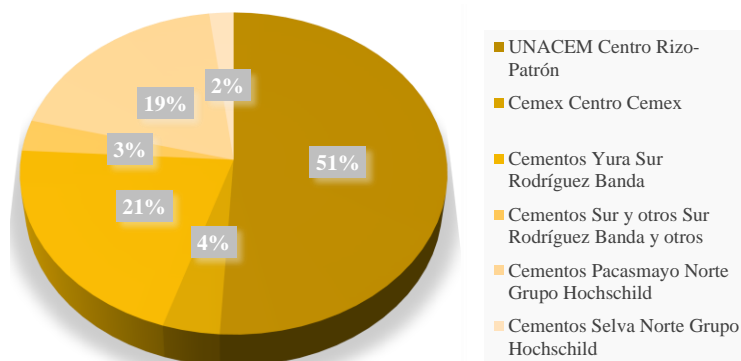
- a) Canal tradicional: conocido también como canal ferretero tradicional; conformado por la red de ferreterías “Progresol” y las ferreterías independientes.
- b) Canal moderno: también llamado canal ferretero moderno, constituido por los grandes almacenes ferreteros de autoservicio, como SODIMAC, Maestro y PROMART.

La empresa está enfocada en fortalecer toda la cadena de valor y tiene constante innovación para la mejora de los servicios de sus principales clientes, así como de los usuarios finales.

### 3. Área geográfica

El mercado local de cementeras está compuesto fundamentalmente por cuatro grupos empresariales distribuidos en seis empresas productoras de cemento. UNACEM, que atiende principalmente a las regiones del centro del país y que pertenece al Grupo Rizo-Patrón. Cementos Yura y Cementos Sur, que operan en el Sur de Perú y están vinculadas al Grupo Rodríguez Banda; Cementos Pacasmayo y Cementos Selva, las cuales atienden principalmente a las regiones del norte del país y pertenecen al Grupo Hochschild; y Cementos Inca, la cual destina su producción a la zona centro y pertenece a la familia Choy.

**Gráfico 4. Seis grandes empresas productoras de cemento en el Perú**



Fuente: UNACEM a setiembre 2014. Informe de Clasificación de Riesgo. Class y Asociados S.A. (2015).

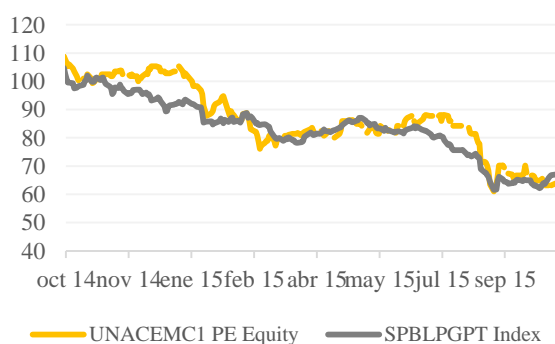
El nivel de competitividad de las cementeras depende, básicamente, de su estructura de costos, la cual está en función del costo de la energía, combustibles, costos de materias primas y de transporte. Sin embargo, las empresas cementeras del país solo compiten en las zonas límites de su radio de acción debido a su distribución geográfica. Para mayor información, en el anexo 3 se presenta de manera gráfica las características en el mercado doméstico.

UNACEM compite en la zona centro con Cementos Inca y con CEMEX, sin embargo la participación en el mercado de Cementos Inca es menor al 1%, por ello, el principal competidor de UNACEM en la zona es CEMEX, que en abril de 2010 anunció que invertirá US\$ 230 millones en la construcción de una planta de cemento de 1 millón de toneladas de capacidad.

#### 4. Evolución del precio de la acción

La cantidad de acciones de la empresa al 31 de diciembre de 2014, el capital social suscrito y pagado está representado por 1.646.503.408 acciones comunes, cuyo valor nominal es de S/. 1 por acción, las cuales se encuentran íntegramente emitidas y pagadas. Al 31 de diciembre de 2014 y 2013 la cotización bursátil de las acciones de la compañía fue de S/. 2,93 y S/. 3,77, respectivamente. A continuación se presenta la evolución del precio de la acción en las últimas 52 semanas.

**Gráfico 5. Desempeño de la acción**



Día	19.10.2015
Ticker Bloomberg	UNACEMC1 PE
País	Perú
Sector	Cemento y construcción
Precio de cierre (PEN)	1,74
Número de acciones (millones)	1.647
Capitalización de Mercado (PEN)	2.864,9M
52 semanas Máx-Min (PEN)	3,00-1,73
52 semanas - promedio	2.902
Free Float (%)	31

Fuente: Bloomberg (2015).

#### 5. Política de dividendos

Durante 2014, la política de reparto de dividendos permaneció constante. El pago fue de manera trimestral en los meses de febrero, mayo, agosto y noviembre. Asimismo, UNACEM envía a los accionistas la Memoria Anual y los informes trimestrales con el estado financiero parcial, así como el resumen de las actividades más importantes del trimestre, información que también se encuentra disponible en su sitio web.

Cabe precisar que el 31 de marzo de 2015, la junta general de accionistas acordó sustituir la política de dividendos aprobada por la Junta Obligatoria Anual del 30 de marzo de 2009, por una nueva política de dividendos, consistente en la distribución a partir del presente ejercicio de dividendos trimestrales en efectivo, dentro de un rango entre S/. 0,01 y S/. 0,02 por acción emitida por la empresa, con cargo a las utilidades acumuladas al 31 de diciembre de 2014, comenzando por las más antiguas y terminando por las más recientes.

Asimismo, la delegación de facultades en el directorio para acordar la distribución de dividendos trimestrales en efectivo con cargo a los resultados acumulados al 31 de diciembre de 2014 y dentro del rango antes establecido, siempre que la situación de liquidez de la empresa lo permita, es decir, sujeto a que haya cumplido sus “*covenants*” financieros (obligaciones financieras contractuales) y cuente con recursos líquidos suficientes para cubrir sus costos y gastos operativos y administrativos, los desembolsos programados para sus inversiones en activos fijos y otros activos, así como para pagar los vencimientos del período por capital e intereses de las obligaciones financieras.

## **6. Solvencia**

En el año 2010, al requerir recursos para la restructuración de pasivos y obligaciones, se aprobó la emisión de instrumentos en el marco del Segundo Programa de Emisión de Instrumentos de Deuda por un monto en circulación de hasta US\$ 150 millones, o su equivalente en soles. A la fecha, se encuentran en circulación tres emisiones de bonos corporativos realizadas en el marco de este programa, por un total de S/. 180 millones, colocados en marzo y diciembre del 2013. Más recientemente, el 28 de octubre del 2014, se realizó la colocación en oferta privada de *Senior Notes* en el mercado internacional bajo las Reglas 144A y S de Estados Unidos, por un total de US\$ 625 millones, a una tasa de 5,875%, con vencimiento a 7 años. Para mayor información, en el anexo 4 se presentan los bonos vigentes.



## **Capítulo III. Análisis del macroambiente**

### **1. Macroambiente internacional**

Luego de seis años de crisis, se ha observado que el mundo está avanzando a dos velocidades y con un crecimiento de alrededor de 3,5% y que además el crecimiento está liderado por los países emergentes<sup>3</sup>.

El desempeño de la actividad económica en EE.UU. para el 2014 presentó signos de recuperación. En el año 2015 se observa mayor dinamismo en el crecimiento. A nivel componentes, el consumo privado seguirá dándole soporte a la actividad producto de los menores precios de energía, la apreciación de la moneda (dólar) continuará presionando a la balanza comercial. La confianza del consumidor ha dejado los niveles mínimos históricos y ello aunado a una menor propensión a ahorrar soportará un escenario en el cual el gasto de los hogares continuará dándole soporte a la recuperación en este y los próximos años.

Por otro lado, se tiene un nivel de desempleo en niveles mínimos luego de la crisis (5,5%), ello como resultado de los recientes datos de actividad económica y de expectativas industriales. Así, la generación de empleo mejoró y en promedio se crean 200.000 nuevos puestos de trabajo mes a mes. Se espera un crecimiento de 3,6% para el 2015 y 2016<sup>4</sup>. En este escenario, las probabilidades de la primera subida de la tasa de referencia por parte de la FED<sup>5</sup> se inclinan para diciembre próximo, en línea con la postura de ser “data dependiente”.

### **2. Macroambiente regional**

En Latinoamérica, las economías presentaron crecimientos divergentes explicados parcialmente por el moderado desempeño de las economías más grandes tales como Brasil y México, que representan la mitad del PBI agregado de la región. El bajo crecimiento de ambos países fue compensado con los mejores indicadores de países como Paraguay, Panamá y Perú. En general, la región demostró estar preparada para afrontar los impactos de turbulencias externas; no obstante, la heterogeneidad estructural y las brechas del desarrollo continúan siendo su gran reto.

### **3. Macroambiente doméstico**

Dado que el Perú viene creciendo debajo pero cerca de su nivel potencial según las notas informativas que publica el BCRP cada mes en su reunión de política monetaria (5,6% en

---

<sup>3</sup> FMI, World Economic Outlook (WEO). Abril 2015.

<sup>4</sup> Ibíd.

<sup>5</sup> Reserva Federal de los Estados Unidos.

promedio en los últimos diez años) hemos revisado los componente del PBI y podemos mencionar que tanto los sectores primarios como el no primario necesitan recuperar dinamismo. El PBI no primario estimado para el año 2015 es de 2,5%<sup>6</sup> y el sector construcción que se encuentra entre los que conforman dicho sector alcanzará una contracción de 6,2% dado que se empieza a observar señales de disminución en el consumo interno de cemento. Y si analizamos el PBI por el lado de la demanda encontramos que la inversión juega un papel importante, la privada registra una caída en el primer semestre de 2015 debido a las expectativas de las empresas ante bajos precios de los minerales y depreciación del nuevo sol; en la pública, luego de pasar de 5,2% a 6,3% del 2012 al 2014, la contribución será negativa en el 2015 dada la baja ejecución de proyectos. La inversión privada se recuperará con un mayor impulso en infraestructura.

Con el objetivo de identificar nuevos proyectos de inversión de gran tamaño (CAPEX > US\$ 100 millones) y con un plazo de ejecución hasta el 2017 para los sectores aeropuertos, puertos, carreteras, electricidad, transporte de hidrocarburos y minero encontramos que el país presenta importantes proyectos.

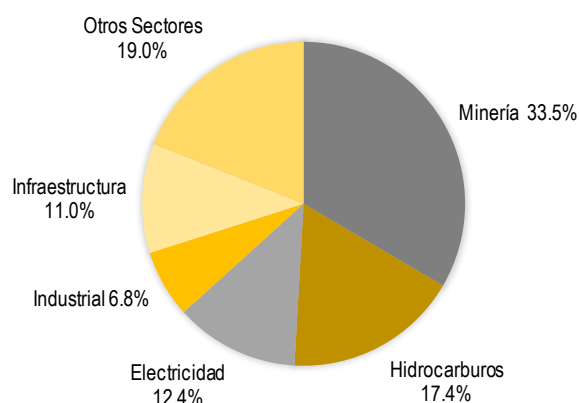
**Tabla 2. Anuncios de proyectos de inversión privada 2015-2016 (millones de USD)**

Sector	Inversión	Número de proyectos	Porcentaje de participación
Minería	13.421,00	32	33,5%
Hidrocarburos	6.996,00	21	17,4%
Electricidad	4.967,00	35	12,4%
Industrial	2.718,00	15	6,8%
Infraestructura	4.404,00	24	11,0%
Otros sectores	7.603,00	114	19,0%
<b>Total</b>	<b>40.109,00</b>	<b>241</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: BCRP. Reporte de inflación. Setiembre 2015.

<sup>6</sup> BCRP, Reporte de Inflación. Setiembre 2015.

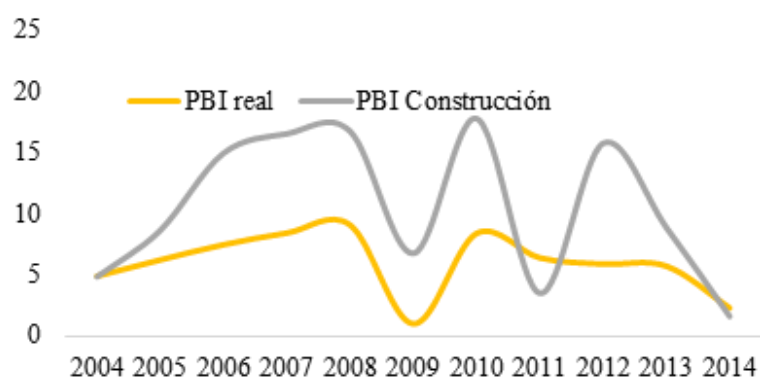
**Gráfico 6. Participación por sectores en proyectos de inversión privada 2015-2016**



Fuente: BCRP. Reporte de inflación. Setiembre 2015.

La industria está relacionada a la actividad económica. El sector construcción presentó un crecimiento de 15,17% en el 2012, año en que lideró la expansión del PBI nacional. En el 2013 se mantuvo dinámico y creció más que la economía en su conjunto debido a la mayor construcción de viviendas, centros comerciales y obras públicas. En el 2014 el crecimiento del sector fue menor con respecto al crecimiento del PBI pese al mayor ritmo de obras viales, proyectos habitacionales y autoconstrucción (determinantes para el incremento del consumo interno de cemento). Si bien hubo avance físico de obras, esconde una contracción del gasto de los gobiernos regionales y la moderación de los locales, quienes recortaron el avance del Gobierno Nacional. Como resultado del menor gasto público y la caída de la inversión privada el sector construcción ha registrado una contracción en el primer semestre del año en curso. Por otro lado, debido al menor avance físico de obras por parte de ambos sectores (público y privado) el consumo interno de cemento continúa mostrando tasas de crecimiento negativas. Finalmente, la industria está correlacionada con el PBI; por lo tanto los despachos de cemento aumentarán de manera proporcional al PBI del país.

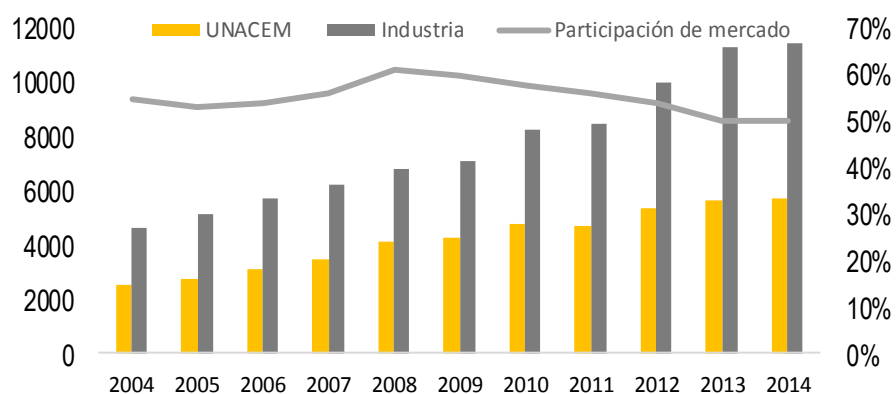
**Gráfico 7. PBI real vs. PBI construcción (en VAR %)**



Fuente: BCRP (2015). Gráfico lineal

Debido al desempeño económico del país, las ventas de cemento en Perú han venido registrando tasas de crecimiento; la mayor actividad del sector construcción dará impulso a los despachos de cemento.

**Gráfico 8. Despacho de cemento 2004-2014 (en miles de TM)**



Fuente: INEI (2015).

## Capítulo IV. Descripción y análisis de la industria

### 1. Análisis de Porter

Con respecto a la posición de mercado, UNACEM es la productora líder de cemento en el país, mantiene una posición de liderazgo, atendiendo prácticamente a la totalidad del mercado peruano. Esto es explicado, principalmente, por la localización geográfica de sus dos plantas y a su amplia red de distribución. A ello se suman las barreras naturales para la entrada de nuevos competidores en la industria local del cemento. De este modo, según cifras consolidadas, su participación de mercado a nivel nacional es de aproximadamente 50%. Entre las características del sector destacan:

**Gráfico 9. Análisis de Porter**



### 2. Análisis FODA

A través del análisis FODA, metodología útil para observar la situación de UNACEM, la cual permite analizar las características internas (Debilidades y Fortalezas) y las características externas (Amenazas y Oportunidades) de manera agregada, siendo las encontradas a continuación<sup>7</sup>:

<sup>7</sup> Se presenta un resumen de diversos reportes de clasificación de riesgos de UNACEM. Fitch Rating, Informe Anual emitido en abril 2014. Clasificadora de Riesgo Class & Asociados (2015), Sesión de Comité N° 04/2015: 26 de enero del 2015.

**Fortalezas**

- UNACEM es la productora líder de cemento en el país.
- Relativa competencia, basada en barreras geográficas naturales.
- Eficiente red de distribución, alianzas estratégicas con distribuidores mayoristas importantes.
- Perspectivas de crecimiento de las ventas locales impulsadas por programas de construcción de viviendas y por obras de infraestructura pública y privada, reforzadas por positivas proyecciones de la economía nacional.
- Amplia capacidad de generación de fondos.
- Adecuado nivel de respaldo patrimonial.
- Importante cartera de inversiones, con importante potencial de desarrollo a nivel internacional.
- Economías de escala, así como la ampliación de su mercado geográfico de influencia.

**Oportunidades**

- Incremento del consumo per cápita (310 kg en Perú, bajo comparado con el de la región).
- Déficit de infraestructura pública del país.
- Hay espacio para una mayor penetración de mercado.

**Debilidades**

- Elevados requerimientos de fondos para las inversiones.
- Menor demanda que la proyectada: contracción de la inversión privada y pública y deterioro de la situación económica del país reducirían las estimaciones de los ingresos de la compañía.

**Amenazas**

- Importante participación en el costo de producción, costo de energía, el cual enfrenta tarifas variables y puede afectar el margen bruto.
- Disminución en la participación de mercado por el ingreso de compañías productoras de cemento transnacionales.
- La magnitud de la reciente emisión internacional de deuda para financiar la compra de Lafarge Cementos S.A. en Ecuador.

## Capítulo V. Análisis financiero

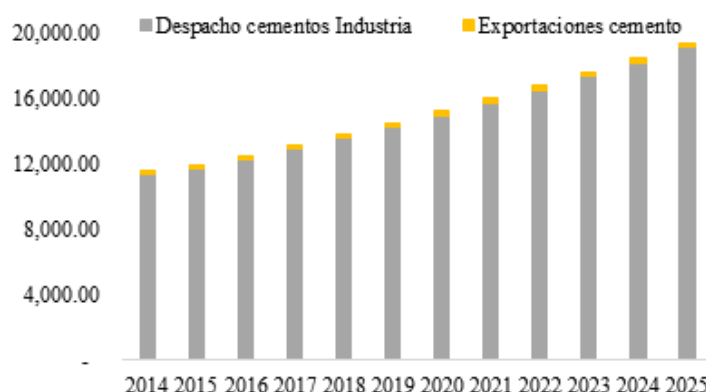
### 1. Análisis financiero de la empresa

#### 1.1 Análisis de ingresos

Las ventas de cemento siguen al desempeño económico del país y han registrado importantes tasas de crecimiento aun cuando en los últimos años el PBI no ha crecido a altas tasas. Considerando los proyectos en cartera en los diferentes sectores que demandarán cemento, las perspectivas para este sector se presentan muy favorables.

Alrededor de un 98% del consumo interno de cementos es abastecido por despachos locales; el mayor dinamismo del mercado local se explicó por la gran actividad que presentó el sector construcción. Las empresas cementeras tienen como prioridad satisfacer la demanda interna; en el 2014 el 98% de los despachos de cemento de UNACEM fueron destinados al mercado local. Asimismo, la empresa comercializa *clinker* y va principalmente al mercado externo. Consideramos que a medida que la recuperación global adquiera dinamismo, la participación total de despachos de cemento como de *clinker* de la compañía irán en aumento.

**Gráfico 10. Despachos totales de cemento (en miles de TM)**

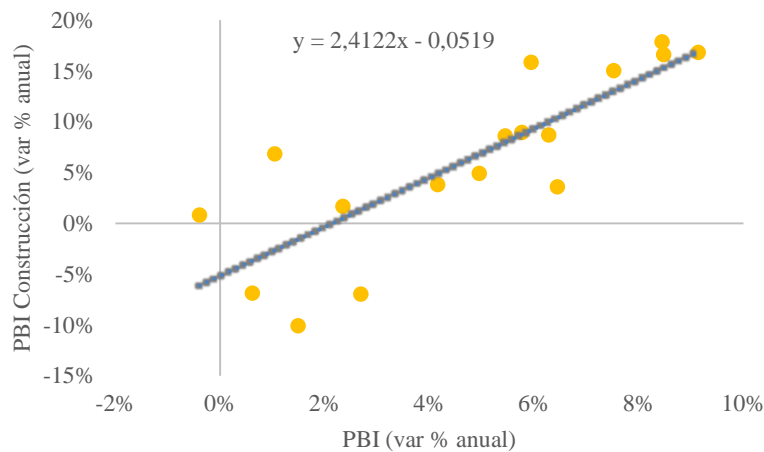


Fuente: Elaboración propia 2015.

En cuanto a los despachos totales de cemento, esperamos que al 2015 alcancen 11,7 MM de TM y que la tasa de crecimiento promedio para los siguientes 10 años será de 4,8%. De los despachos totales el 98% corresponde a despachos locales y el 2% restante a exportaciones.

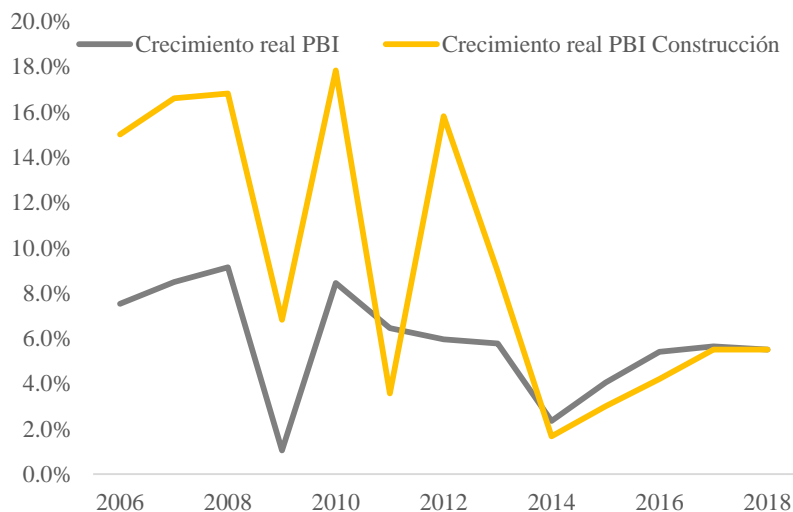
Existe una alta correlación positiva entre el PBI con el PBI del sector construcción (0,85x); en ese sentido, considerando un crecimiento promedio de alrededor de 5,3% en los próximos 10 años, se estima que el PBI construcción logrará un crecimiento promedio de 4,8% en este periodo.

**Gráfico 11. PBI vs. PBI construcción 1998-2014**



Fuente: BCRP (2015). Elaboración propia 2015.

**Gráfico 12. Crecimiento del PBI y PBI construcción (VAR % anual)**



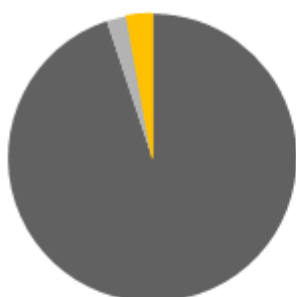
Fuente: BCRP (2015), MEF (2015).

El crecimiento en los despachos de cemento permitirá mayores ingresos con adecuados márgenes. En el 2014 UNACEM registró ingresos por S/. 1.882 MM; el 99% correspondieron a ingresos por ventas locales de cemento y clinker. En los últimos 4 años, los ingresos registraron una tasa de crecimiento anual promedio de 7,65%, en línea con los despachos de cemento. Con el nivel de despachos y precios de cemento proyectados, se estimó que lo ingresos de UNACEM ascenderían a S/. 1.974 MM en el 2015, con una tasa de crecimiento de 4,8% con respecto al 2014.



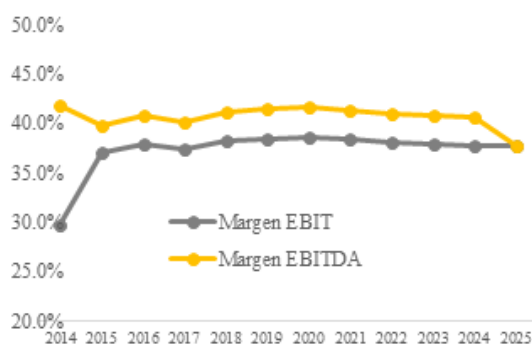
**Gráfico 13. Ingresos por rubro 2014**

■ Cemento  
■ Bloques, adoquines y pavimentos de concreto  
■ Clinker



Fuente: Estados financieros de UNACEM.

**Gráfico 14. Margen EBIT, margen EBITDA (millones de soles)**



Fuente: Elaboración propia 2015.

Históricamente las ventas de UNACEM han correspondido al cemento. El comportamiento de estas concierne al crecimiento del sector construcción en los departamentos en donde opera la compañía. Sin embargo, durante el año 2014, dado que se cubrió la totalidad de la demanda local de cemento, UNACEM empezó a efectuar exportaciones de *clinker* a Chile, Venezuela, Brasil y Uruguay. En el periodo señalado, el margen bruto se ubicó en 44,1%, ligeramente por encima del margen promedio registrado de 43,0% en los tres años previos.

Es preciso mencionar que los principales componentes del costo de producción son el consumo de materias primas tales como yeso, sílice, mineral de fierro, entre otros (12%), combustible (22%), depreciación de la maquinaria y equipo (16%), energía eléctrica (10%) y otros gastos directos de fabricación (24%).

Por su parte, respecto a los márgenes EBITDA y EBIT, son mayores al del promedio de mercado, lo cual supondría una mejor gestión operativa. En el 2014 el EBITDA ascendió a PEN 649 MM, con lo cual este margen se ubicó en el nivel de 39,8%, superior al promedio de los años 2011 y 2014. A partir del 2015 los siguientes 9 años estimamos un margen EBITDA de alrededor de 40%.

UNACEM ha realizado inversiones que le ha permitido lograr eficiencia en sus costos de producción. Además también es propietaria de canteras de caliza, su principal insumo, lo que permite a la compañía cierto control sobre sus costos.

**Tabla 3. Reservas (millones de TM)**

Caliza	Probado	Probable	Potencial	Años de vida
Cantera Atocongo	85,00	9	43	
Cantera de Pucará, Cristina	55,00	6	44	
Cantera de Quilmaná	-	50	25	
<b>Total Planta Atocongo</b>	<b>140,00</b>	<b>65</b>	<b>112</b>	<b>36</b>

Fuente: UNACEM.

## 2. Utilidad neta y situación financiera

En el 2014, UNACEM individual reportó utilidades por S/. 290 MM lo que significó 41,7% mayor que en el 2013. De manera consolidada el dato fue de S/. 303 MM.

Los múltiplos de valorización de UNACEM se encuentran por encima del promedio de empresas comparables. Esto indicaría una mejor valoración y confianza de los inversionistas en la compañía.

El detalle de subsidiarias valorizadas por múltiplos y la metodología de cálculo se encuentran en el anexo 8, a continuación presentamos el resumen de los resultados de la valorización efectuada:

**Tabla 4. Resultados de la valorización**

Fecha valorización	Fecha	15/05/2015
Año previo	Años	2014
Horizonte de proyección	Años	10
Fin de proyección	Años	2024
<i>Mid year</i>	Sensibilidad	No
Crecimiento a perpetuidad	%	2,0%
WACC perpetuidad	%	10,7%

**UNACEM individual**

<b>Valor empresa</b>	<b>MM PEN</b>	<b>4.849</b>
Caja	MM PEN	467
Inversiones en subsidiarias	MM PEN	2.736
Deuda financiera	MM PEN	-3.963
Otras cuentas por cobrar	MM PEN	94
Otras cuentas por pagar	MM PEN	-180
<b>Valor patrimonio consolidado</b>	<b>MM PEN</b>	<b>4.003</b>

Patrimonio contable	MM PEN	4.140
Ajuste de inversión en subsidiarias	MM PEN	-3.260
Patrimonio contable empresas subsidiarias	MM PEN	2.649
Patrimonio contable	MM PEN	3.529

Valor empresas subsidiarias	MM PEN	2.736
<b>Valor patrimonio</b>	<b>MM PEN</b>	<b>6.739</b>
Patrimonio contable subsidiarias	MM PEN	2.649
Patrimonio contable consolidado	MM PEN	6.178,00

Total acciones	#Acciones PEN /	1.646.503.408
Valor por acción	Acción	2,43

EBITDA	MM PEN	370
EV/EBITDA individual	X veces	13,11x
PBV consolidado	X veces	1,13x

Fuente: Elaboración propia 2015.

## **Capítulo VI. Valorización**

### **1. Supuestos de proyecciones**

Nuestro modelo de descuento de flujos para determinar el valor fundamental de los activos operativos de la compañía, y de múltiplo Precio / Valor en Libros para calcular el valor de las subsidiarias, resultan en un valor para la compañía de S/. 2,47 nuevos soles. Ello implica un ratio VE (activos operativos) / EBITDA individual de 10,32x, nivel que consideramos cercano al promedio tomando en cuenta que empresas similares a nivel global vienen cotizando a un múltiplo de 9,4x. Para obtener un estimado del valor de las principales subsidiarias utilizamos el método del múltiplo Precio/ Valor en Libros. Los supuestos se pueden encontrar en el anexo 9.

### **2. WACC**

Calculamos un costo ponderado del capital (WACC) de 11,5% para el descuento de nuestro Flujo de caja libre a la empresa (FCFF, por sus siglas en inglés) estimado para UNACEM. El Flujo de Caja Descontado (FCD) considera una tasa de crecimiento terminal de 2,0%, asume una tasa libre de riesgo de 3,24% (promedio de los últimos 3 años del bono del tesoro a 30 años) y un costo de deuda de 4,1%.

Asimismo, consideramos un ratio de deuda y capital en proporciones de 77/23, respectivamente (en función a información de mercado). Finalmente, nuestro WACC asume una tasa de inflación para Perú y Estados Unidos en línea con los pronósticos del mercado. Para mayor detalle revisar el anexo 5.

### **3. Métodos de valorización**

Los métodos utilizados para la valorización fueron:

#### **Enfoque de ingresos**

- Flujo de Caja Descontado (FCD) con la finalidad de realizar una proyección de los flujos generados por las operaciones de UNACEM.
- Flujo de Caja del Patrimonio.

#### **Enfoque de mercado**

- Análisis de múltiplos con las principales empresas en Latinoamérica comparables a UNACEM y para las empresas subsidiarias de UNACEM.
- Análisis de múltiplos de transacción.

**Enfoque de costo**

- Valor contable.
- Valor de tasación.

**4. Justificación de uso de los métodos**

Se está utilizando el método de Flujo de Caja Descontado (FCD) con la finalidad de realizar una proyección de los flujos generados por las operaciones de UNACEM.

Razones para utilizar la metodología empleada:

- i) Permite proyectar las expectativas de mercado.
- ii) Permite el análisis de los principales *drivers* del negocio.
- iii) Permite realizar sensibilidades.

Además, realizamos una aproximación a través de un análisis de múltiplos con las principales empresas en Latinoamérica comparables a UNACEM.

## Capítulo VII. Análisis de riesgos

### 1. Análisis de sensibilidad

A continuación presentamos los cambios en el EV considerando cambios en el beta, prima de mercado y en la estructura de capital.

**Tabla 5. Tabla de sensibilidades**

Estructura de capital					
Beta	6.739	10%	15%	18%	25%
	0,80	6.882	7.071	7.183	7.440
	0,90	6.536	6.705	6.805	7.033
	1,00	6.234	6.386	6.475	6.680
	1,10	5.967	6.105	6.186	6.371
	1,20	5.700	5.824	5.895	6.062
Estructura de capital					
Prima de mercado	6.739	10%	15%	18%	25%
	6,0%	6.476	6.641	6.739	6.963
	6,5%	6.247	6.399	6.490	6.695
	7,0%	6.039	6.180	6.264	6.454
	7,5%	5.849	5.981	6.058	6.235
	8,0%	5.660	5.782	5.849	6.016
Prima de mercado					
Beta	6.739	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
	0,80	7.183	6.925	6.690	6.476
	0,90	6.805	6.554	6.326	6.120
	1,00	6.476	6.232	6.013	5.813
	1,10	6.186	5.951	5.739	5.547
	1,20	5.935	5.700	5.498	5.296

Fuente: Elaboración propia 2015.

### 2. Riesgos no considerados en la valoración

**Menor crecimiento del PBI:** Dado que los ingresos fueron proyectados sobre la base del desempeño de la economía local, las perspectivas de UNACEM se podrían ver afectadas si el crecimiento de la economía se reduce.

**Entrada de nuevos competidores:** La entrada de un importante competidor podría alterar la actual participación de mercado que nosotros hemos asumido como constante, ello llevaría a un menor volumen de ventas. Esto podría ser probable considerando que CEMEX retome la construcción de su planta.

**Incremento de costos de producción:** Se ha incluido una estructura de costos similar en los últimos años, sin embargo existe el riesgo de que ciertos costos (por ejemplo electricidad, suministros) se incrementen en mayor proporción al crecimiento de los ingresos).

Incremento de gastos de ventas: El incremento de la competencia podría incrementar los gastos de ventas y de distribución.

Siniestros y eventos no recurrentes: No hemos incluido gastos por siniestros y eventos no recurrentes dado que existe una baja probabilidad de ocurrencia de estos.

## **Conclusiones y recomendaciones**

### **Conclusiones**

Luego de nuestra valorización, podemos concluir lo siguiente:

La compañía cuenta con fundamentos financieros sólidos, alineados a los parámetros de la industria, lo cual permitirá mantener su posición de liderazgo en el mercado local y analizar la incursión en mercados regionales.

Asimismo cuenta con márgenes de utilidad sólidos y consistentes a lo largo de su operación. Esto le permitirá sostener su posición competitiva en el largo plazo, bajo condiciones razonables del comportamiento futuro de dichos márgenes.

La compañía cuenta con activos no operativos y pérdidas *arrastrables* en subsidiarias de Estados Unidos que al ser aprovechados podrían generar beneficios futuros y potenciar el valor económico de la empresa.

El análisis de valorización efectuado ha obtenido resultados sobre la base de un enfoque del estado actual de la compañía, considerando operaciones y capacidad-uso de planta de producción. En ese sentido, existiría un margen de crecimiento potencial no considerado debido a que no se han proyectado inversiones en expansión de la compañía.

El precio de la acción está influenciado por factores externos (incluyendo factores especulativos) que no reflejan la situación de la compañía y su desempeño esperado, por lo que las acciones actualmente se encuentran subvaluadas. Asimismo, dado el tamaño y liquidez de la Bolsa de Valores local, los valores transados de la acción no estarían reflejando el valor fundamental de la compañía.

### **Recomendaciones**

Finalmente podemos recomendar lo siguiente:

A los inversionistas interesados recomendamos comprar y/o mantener las acciones considerando que esperamos que el precio de dichas acciones se incremente en el mediano plazo. Los inversionistas tendrán rentabilidad al comparar el cambio porcentual en el precio actual de la acción versus el proyectado.



## Bibliografía

Apoyo y Asociados. Clasificadora de Riesgo (2015). “Informe Anual Unión Andina de Cementos S.A.A.”. *Sección clasificaciones vigentes*. Fecha de consulta: 16/06/2015 <[http://128.121.179.224/files/instituciones\\_no\\_financieras/unacem/ca/unacem14\\_ca.pdf](http://128.121.179.224/files/instituciones_no_financieras/unacem/ca/unacem14_ca.pdf)>

BCRP. (2015). “Reporte de Inflación”. Sección publicaciones y seminarios. En: [www.bcrp.gob.pe](http://www.bcrp.gob.pe) Fecha de consulta: 13/10/2015. <<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2015/setiembre/reporte-de-inflacion-setiembre-2015.pdf>>.

Bloomberg (2015). *Unacem - Datos Generales*. Recuperado el 13 de octubre de 2015 de la base de datos Bloomberg.

Class & Asociados S.A. Clasificadora de Riesgo (2015). “Fundamento de Clasificación de Riesgo de Unión Andina de Cementos S.A.A.”. Sección clasificaciones vigentes. En: [www.classrating.com](http://www.classrating.com). Fecha de consulta: 30/05/2015 <<http://www.classrating.com/unacem.pdf>>

Clayman, Michelle; Fridson, Martin; y Thoughton, George (2012). *Corporate Finance a practical approach*. 2da. ed. Virginia: CFA Institute.

FMI (2015). “World Economic Outlook”. Sección publicaciones. En: [www.imf.org](http://www.imf.org). Fecha de consulta: 07/04/2015. <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/text.pdf>>

INEI. (2015). “Sección estadísticas”. En: [www.inei.gob.pe](http://www.inei.gob.pe) Fecha de consulta: 13/04/2015 <<http://www.inei.gob.pe/estadisticas/indice-tematico/economia/>>

Intéligo SAB (2013). “Reporte de valorización Unacem 26 de setiembre 2013”. Sección Mercado al día, Reportes Intéligo. Reportes de valorización. En: [www.inteligosab.com](http://www.inteligosab.com). Fecha de consulta: 28/05/2015. <<http://www.inteligosab.com/mercado-al-dia/analisis-y-estudios-economicos.html>>

MEF (2015). “Marco Macroeconómico Multianual 2016-2018”. Sección política económica y social. Marco Macroeconómico. En: [www.mef.gob.pe](http://www.mef.gob.pe). Fecha de consulta: 13/05/2015. <[http://www.mef.gob.pe/contenidos/pol\\_econ/marco\\_macro/MMM\\_2016\\_2018.pdf](http://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/MMM_2016_2018.pdf)>

Porter, Michael (2010). *Ventaja competitiva, creación y sostenibilidad de un rendimiento superior*. Madrid: Grupo Editorial Patria S.A. de CV.

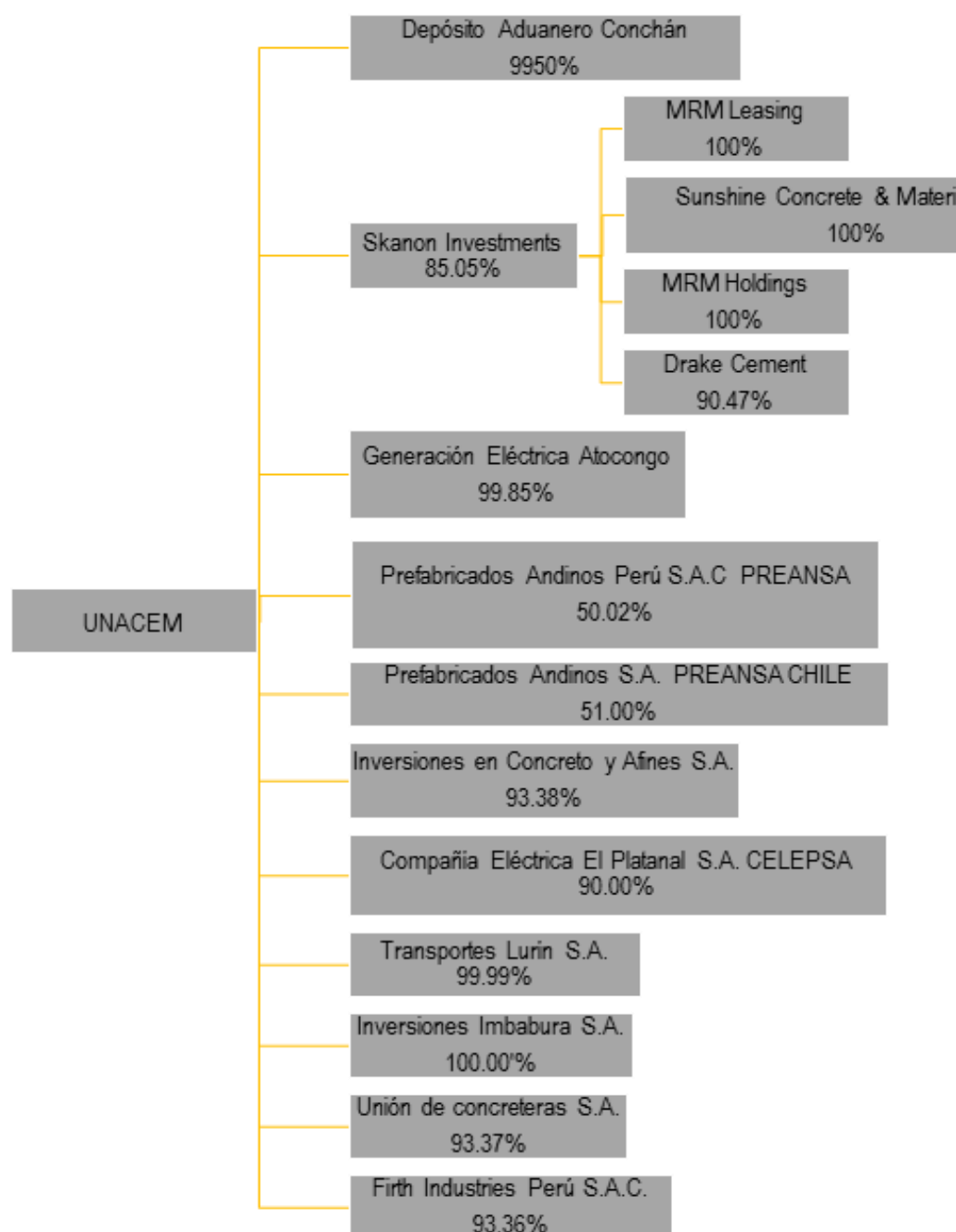
UNACEM (2015). “Memoria Anual del Directorio 2014”. Sección documentos corporativos. En: [www.unacem.com.pe](http://www.unacem.com.pe). Fecha de consulta: 24/05/2015.  
<[http://www.unacem.com.pe/DocDescargables/memoria2014\\_2/mobile/#p=1](http://www.unacem.com.pe/DocDescargables/memoria2014_2/mobile/#p=1)>

## **Anexos**

## Anexo 1. Subsidiarias

### Subsidiarias UNACEM (al 31 de diciembre del 2014)

---



El gráfico muestra el resumen de los principales rubros de los estados financieros de las subsidiarias controladas por el Grupo al 30 de junio de 2015.

Compañías	%	Multiplo PBV	VC - Miles PEN	VM - Miles PEN	Comentario
Depósito Aduanero Conchán	99.50%	1.00	0	0	La empresa brinda servicios a Unacem.
Skannon Investments	85.05%	1.00	1,004,039	1,004,039	Considera las subsidiarias ubicadas en Estados Unidos.
MRM Leasing	85.05%				
Sunshine Concrete & Materials Inc	85.05%				
MRM Holdings	85.05%				
Drake Cement	76.94%				
Generación Eléctrica Atocongo	99.85%	1.00	0	0	La empresa provee de energía a la fábrica de cemento.
Prefabricados Andinos Perú SAC - Preansa	50.02%	2.05	35,651	73,218	--
Prefabricados Andinos Perú SA - Preansa Chile	51.00%	1.00	33,762	33,762	--
Inversiones en Concreto y Afines S.A.	93.38%	2.05	0	0	Empresa Holding.
Compañía Eléctrica El Platanal - CELEPSA	90.00%	1.74	66,728	116,357	Incluye Hidroeléctrica del Marañón y otras subsidiarias.
Transportes Lurin S.A.	99.99%	1.00	0	0	Empresa Holding - Brinda el 100% de servicios de Unacem.
Inversiones Imbabura S.A.	100.00%	1.00	1,508,522	1,508,522	Adquirida en 2014, representa las inversiones en Ecuador (Lafarge S.A.)
Total empresas subsidiarias	--	--	2,648,702	2,735,898	Estimado según proyección de flujo de caja individual.
Unacem individual	--	--	3,734,468	3,089,150	Estimado según proyección de flujo de caja individual.
Valor empresas subsidiarias	--	--	2,648,702	2,735,898	Valor de empresas subsidiarias
Valor Unacem consolidado	--	--	6,383,170	5,825,048	Considera el valor consolidado de Unacem



## Anexo 2. Estructura administrativa

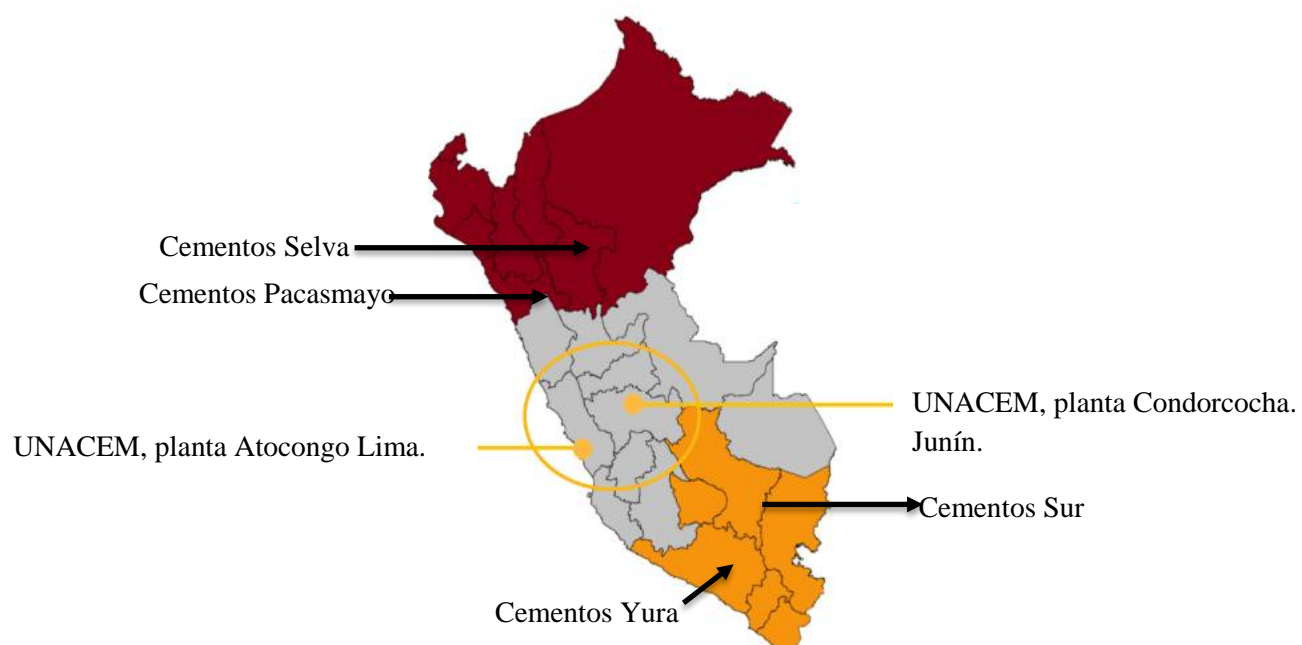


**Carlos Ugás Delgado:** Actualmente es miembro del directorio de Unicon y Celepsa. Es ingeniero mecánico y eléctrico de la Universidad Nacional de Ingeniería del Perú. Ha participado en el programa “Reliance Electric” en Cleveland, Ohio.

**Álvaro Morales Puppo:** Actualmente es miembro del directorio de Unicon, BASF Construcciones Químicas en Perú, Celpsa y prefabricados. Se graduó de la carrera de Administración en la Universidad del Pacífico y tiene una especialización en Finanzas en la Universidad ESAN en Perú.

### Anexo 3. Empresas productoras de cemento y zona geográfica

#### Empresas productoras de cemento y zona geográfica

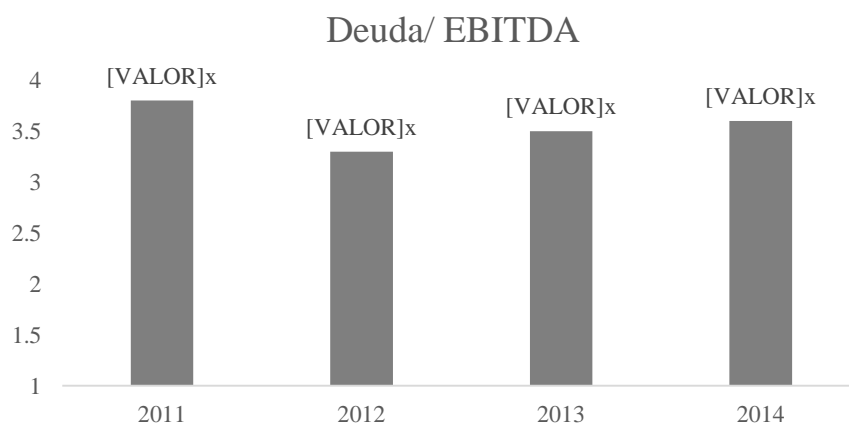
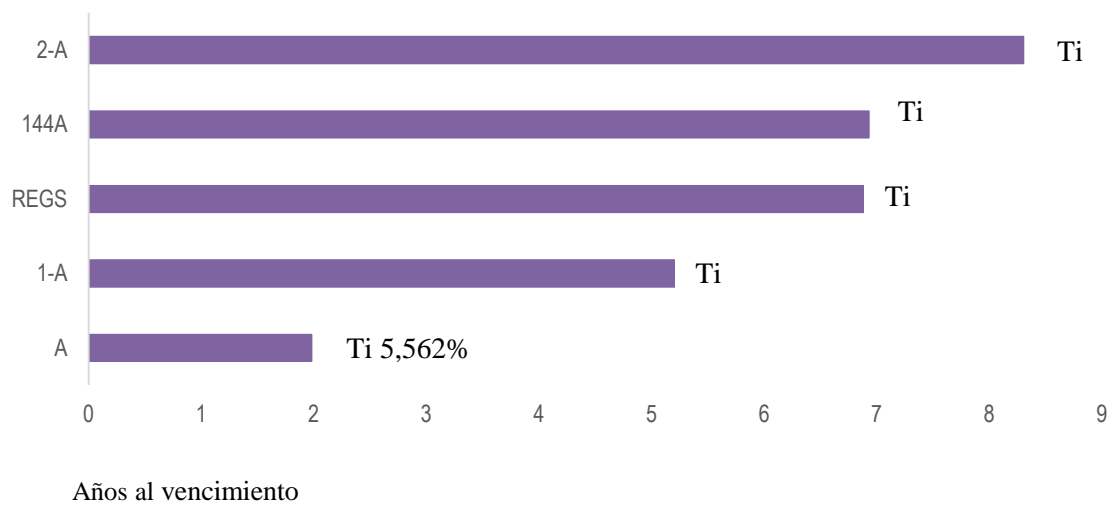




#### Anexo 4. Bonos corporativos vigentes

Instrumentos vigentes al 31/12/2014				
Empresa	Cupón	Vencimiento	Serie	Tipo
UNACEM S.A.A.	5,562%	13-dic-16	A	Bullet
UNACEM S.A.A.	4,938%	08-mar-20	1-A	Bullet
UNACEM S.A.A.	5,875%	30-oct-21	REGS	Callable
UNACEM S.A.A.	5,875%	30-oct-21	144A	Callable
UNACEM S.A.A.	5,156%	08-mar-23	2-A	Bullet

Fuente: Bloomberg 2015.



## Anexo 5. WACC

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	Fuente
<b>Costo del Patrimonio</b>											
Beta Desapalancado (a)	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	Beta desapalancado ajustado por cash - USA
Estructura de Capital (b)	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	Promedio comparables
Tasa de Impuesto a la Renta	30.0%	28.0%	28.0%	27.0%	27.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	Ley de sociedades - IR
Participación de Trabajadores	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	Ley de sociedades - P. Trabajadores
Tasa Efectiva de Impuesto	37.0%	35.2%	35.2%	34.3%	34.3%	33.4%	33.4%	33.4%	33.4%	33.4%	Estimación
Tasa de Libre Riesgo (c)	3.24%	3.24%	3.24%	3.24%	3.24%	3.24%	3.24%	3.24%	3.24%	3.24%	Promedio 1 año - Bonos del tesoro USA
Riesgo País (d)	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	Promedio 3 meses - EMBIG+Peru
Prima de Mercado (e)	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	Otros1
Beta Apalancado	1.02	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	Estimación
<b>Costo del Capital US\$</b>	<b>11.78%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	
<b>Costo del Capital S/. (*)</b>	<b>12.11%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.1%</b>	
<b>Costo de la Deuda</b>											
Tasa de Libre Riesgo + Riesgo País	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	
Spread de Deuda	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	
Costo de Deuda (f)	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	
Tasa Efectiva de Impuestos	37.0%	35.2%	35.2%	34.3%	34.3%	33.4%	33.4%	33.4%	33.4%	33.4%	
<b>Costo de la Deuda después de Impuestos</b>	<b>3.9%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.1%</b>	
<b>WACC</b>											
We	84.7%	84.7%	84.7%	84.7%	84.7%	84.7%	84.7%	84.7%	84.7%	84.7%	
Wd	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	
Costo del Capital ponderado	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
Costo de la Deuda ponderado	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	
<b>WACC US\$</b>	<b>10.37%</b>	<b>10.40%</b>	<b>10.40%</b>	<b>10.41%</b>	<b>10.41%</b>	<b>10.42%</b>	<b>10.42%</b>	<b>10.42%</b>	<b>10.42%</b>	<b>10.42%</b>	
<b>WACC S/. (**)</b>	<b>10.69%</b>	<b>10.72%</b>	<b>10.72%</b>	<b>10.73%</b>	<b>10.73%</b>	<b>10.75%</b>	<b>10.75%</b>	<b>10.75%</b>	<b>10.75%</b>	<b>10.75%</b>	
Inflación Largo Plazo USA	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	
Inflación Largo Plazo Perú	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	
<b>WACC promedio en USD</b>	<b>10.41%</b>										
<b>WACC promedio en PEN</b>	<b>10.73%</b>										

### Para el costo del patrimonio

El Beta desapalancado fue extraído de la data de Aswath Damodaran, con datos actualizados al 05 de enero de 2014. Se utilizó el promedio de la industria de Building materials and Construction para este dato como para la estructura de capital.

Se consideró una tasa libre de riesgo 3,24%.

Como dato de riesgo país se tiene el promedio de los últimos tres años para Perú: EMBI+ Perú: 1,6% multiplicado por 1,5, lo que resulta en 2,4%. Además, se tiene prima de mercado según Damodaran: 6,7%

#### **Para el costo de la deuda**

Tasa libre de riesgo + Riesgo país: 5,6% (3,2% + 2,4%)

Costo de la deuda: TIR ponderada del mercado de deuda en USD a largo plazo y con clasificación de tipo AA, 6,21%.

## Anexo 6. Posicionamiento competitivo y factores organizativos y sociales

### Posicionamiento competitivo

Las principales estrategias de UNACEM consisten en mantener sus plantas con tecnología de última generación, que le permita obtener óptimos costos de producción; conservar el liderazgo en el mercado local; austeridad en los gastos y racionalidad en el desarrollo de proyectos para lograr reducir costos por mayores eficiencias; y, priorizar el abastecimiento del mercado interno.

### Factores organizativos y sociales

**Gobierno corporativo:** UNACEM desarrolla su gestión en el marco de Buen Gobierno Corporativo. Como parte de las prácticas de Buen Gobierno Corporativo que sigue UNACEM, en abril 2006 el directorio aprobó, entre otros, la constitución y el Estatuto del Comité de Auditoría. En ese sentido, se estableció que el Comité estará integrado por tres miembros del directorio (dos de ellos deberán ser directores independientes), quienes serán elegidos anualmente por dicho directorio. Cabe mencionar que el directorio de la compañía está compuesto por 12 miembros (3 son independientes). Asimismo, la empresa encargada de la auditoría externa es Medina, Zaldívar, Paredes & Asociados Sociedad Civil (firma miembro de Ernst & Young).

La empresa adopta los principios de Buen Gobierno Corporativo garantizando la sostenibilidad de la empresa a largo plazo, mediante la transparencia en la información, y regulando los derechos y deberes de todos los grupos de interés para la empresa.

Entre las iniciativas desarrolladas por la empresa podemos mencionar:

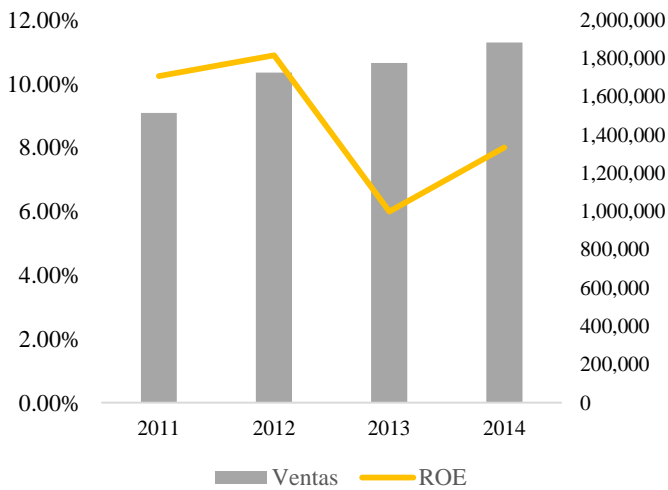
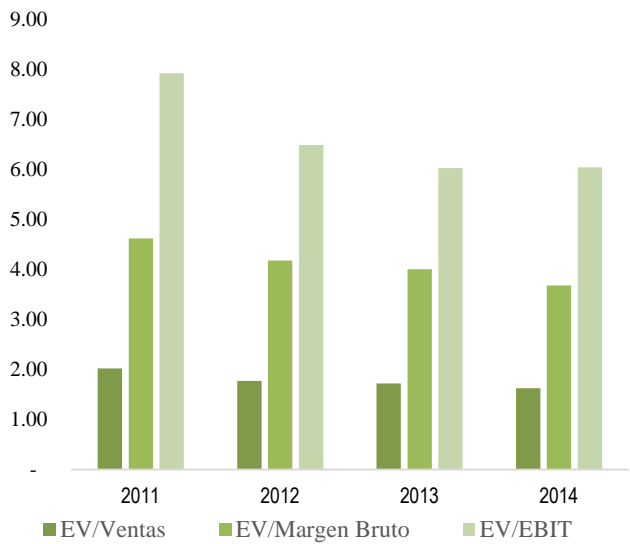
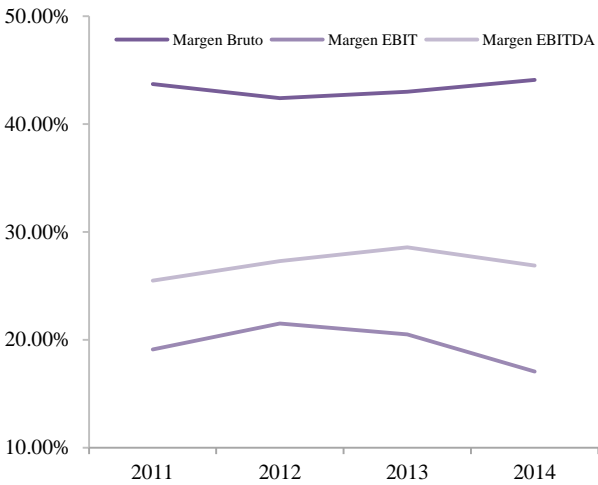
- Cambio de matriz energética de carbón a gas natural en la planta Atocongo: disminuyó más de 100.000 toneladas anuales de CO<sub>2</sub> en la fabricación de *clinker* y cemento.
- Abastecimiento de energía limpia: ello a través de las Centrales Hidroeléctricas El Platanal y Carpata I y II.
- Implementación de plantas de tratamiento de aguas residuales para su reuso en el riego de áreas verdes y el sistema contraincendios de la planta Atocongo.
- Uso de fajas transportadoras de material: ello permite reducir la emisión de material *particulado* en el proceso productivo. Existe una faja subterránea que transporta insumos de exportación desde la planta Atocongo y el muelle Conchán y viceversa.

**Cultura corporativa:** Los valores que sigue la empresa están alineados a la visión de negocio y ello le ha permitido consolidar su liderazgo en el sector y fortalecer la confianza con sus grupos de interés, apostando por una gestión sostenible, ética y responsable.

**Entorno y Responsabilidad Social:** Desde hace más de 60 años UNACEM está comprometido con el desarrollo económico y social del Perú, desarrolla su negocio de manera responsable, gestionando las operaciones con altos estándares de calidad y de seguridad (validados con las certificaciones internacionales), reduciendo impactos ambientales y promoviendo el desarrollo y el crecimiento. Para ello viene desarrollando:

- Gestión ambiental.
- Gestión de emisiones y cambio climático.
- Gestión responsable del agua.
- Gestión eficiente de la energía.
- Gestión de residuos sólidos.

Anexo 7. UNACEM. Información financiera individual



Balance General

		2011	2012	2013	2014
Activo	Miles PEN	5,620,274	6,044,552	6,542,784	8,366,704
Pasivo	Miles PEN	2,607,942	2,754,660	3,124,660	4,742,572
Patrimonio	Miles PEN	3,012,332	3,289,892	3,418,124	3,624,132

Estado de Resultados

Ventas	Miles PEN	1,513,521	1,725,896	1,775,193	1,882,982
Margen Bruto	Miles PEN	661,672	731,689	763,437	830,509
Margen EBIT	Miles PEN	289,370	371,538	363,907	321,568
Margen EBITDA	Miles PEN	386,033	471,417	507,128	506,143
Utilidad antes del impuesto a la ganancias	Miles PEN	436,887	510,481	301,439	319,546
Utilidad neta del año	Miles PEN	308,381	358,340	204,742	290,113

Flujo de Efectivo

Efectivo neto proveniente de las actividades de operación	Miles PEN	449,503	269,159	308,049	474,781
Efectivo neto utilizado en las actividades de inversión	Miles PEN	-416,836	-331,345	-356,143	-1,977,775
Efectivo neto proveniente de las actividades de financiamiento	Miles PEN	-272,835	72,902	170,655	1,367,195
Flujo de caja libre	Miles PEN	32,667	-62,186	-48,094	-1,502,994

Márgenes

Crecimiento de las ventas	(%)	0.00%	14.03%	2.86%	6.07%
Margen Bruto	(%)	43.72%	42.39%	43.01%	44.11%
Margen EBIT	(%)	19.12%	21.53%	20.50%	17.08%
Margen EBITDA	(%)	25.51%	27.31%	28.57%	26.88%

Ratios

Ratio de Capital de Trabajo		1.53	1.72	0.99	0.99
Ratio de Cuentas por cobrar (Período promedio de Cobranza)		16.09	15.40	9.98	12.08
Ratio de Cuentas por pagar (Período Promedio de pago)		44.28	61.25	40.85	30.26
Ratio de rotación de inventarios		96.65	77.64	86.85	121.39
ROE		10.24%	10.89%	5.99%	8.01%
Net Deb/ Equity		56.50%	56.80%	62.16%	105.56%
Net interest cover		7.04	7.22	5.76	3.86
EV/Ventas		2.02	1.77	1.72	1.62
EV/Margen Bruto		4.62	4.18	4.01	3.68
EV/EBIT		7.92	6.49	6.03	6.04
EV/EBITDA		10.57	8.23	8.40	9.51

Acciones

Número de acciones		1,499,023.00	1,646,503.41	1,646,503.41	1,646,503.41
Valor contable por acción		2.01	2.00	2.08	2.20
Valor de mercado por acción		2.04	3.24	3.77	2.93
Capitalización bursatil		3,058,006.92	5,334,671.04	6,207,317.85	4,824,254.99

El Ratio Deuda/ EBITDA se ha incrementado en los últimos años principalmente por el nivel de inversiones que viene efectuando la compañía, manteniendo el mismo margen de rentabilidad. Cabe indicar que existe un efecto por la adquisición de Lafarge Ecuador en el incremento de este ratio en el año 2014.

Con respecto al ratio EBITDA / Gasto Financiero, este otorga una gran confianza a los bancos y bonistas dado que cubre adecuadamente el servicio de deuda y por lo tanto el riesgo de incumplimiento de pagos es relativamente bajo.

La utilidad por acción se ha mantenido relativamente estable entre 17,5% y 20% en los últimos años, siendo de gran atracción para los inversionistas.

Con respecto a la rentabilidad sobre los activos, esta ha disminuido en los últimos dos años debido principalmente a que en el año 2013 se registró una menor utilidad neta por la pérdida en la diferencia de cambio y un mayor pago de impuestos y en el año 2014 el nivel de activos se incrementó significativamente debido a la inversión en Lafarge Ecuador.

Ratios de liquidez: UNACEM contaría con poca liquidez de corto plazo principalmente por un incremento en los inventarios y disminución en el período de pagos. Esto representaría una oportunidad de mejora en la gestión de cobros, existencias y pagos de la compañía.

Ratios de solvencia. Estructura de capital: el nivel de endeudamiento de la compañía aún no es excesivo (a pesar del endeudamiento obtenido en el año 2014 para financiar la adquisición de Lafarge Ecuador) y dado que sus operaciones tienen altos niveles de flujos de efectivo podrá recurrar su nivel de solvencia en los próximos años.

## **Anexo 8. Supuestos para el FCD**

### **Ingresos**

- El horizonte de proyección es de 10 años (2015-2024).
- El valor fundamental que estimamos se basa en el descuento de flujos de caja descontado (FCD), en el cual los flujos crecerían a una tasa de 5% en promedio los primeros años, y en adelante asumimos una tasa de crecimiento a perpetuidad de 2,0%.
- Nuestros flujos están en soles nominales, nuestra tasa a perpetuidad considera la inflación.
- La tasa considerada para el crecimiento de la economía total y para el sector construcción es de 5,4% y 5,0%, respectivamente. Ello como resultado del promedio de proyección según el BCRP y el MEF en reportes oficiales tales como el Reporte de Inflación y el Marco Macroeconómico Multianual para los años 2015 hasta el 2018.
- Sabemos que el crecimiento del sector se explica por los despachos de cementos en la industria; por lo que, nuestra estimación para este componente consideró la proyección del PBI del sector construcción.
- En el 2013 y 2014, UNACEM obtuvo una participación de 50% del mercado. Dado que la competencia en esta industria se encuentra delimitada por zona geográfica debido a que los elevados costos de transporte y la necesidad de una red de distribución propia desincentivan a las empresas a vender sus productos en zonas lejanas a sus plantas de producción, estimamos que UNACEM va a mantener su participación actual.
- En la medida en que la economía mundial recupere su dinamismo, esperamos que las exportaciones de cemento se incrementen de forma gradual; no obstante, se consideró una participación de 2% en los despachos totales. Por otro lado, UNACEM vende *clinker* principalmente al mercado externo, las exportaciones de este componente se incrementarían progresivamente.
- Para finalizar con la proyección de los ingresos se tomó en cuenta la capacidad instalada actual y un incremento de 1% en los precios en ambos mercados (local e internacional). Mencionamos que se consideró un tipo de cambio de 3 para el horizonte de proyección y aunque en la actualidad este nivel está por encima de su nivel actual, no lo consideramos significativo en los ingresos de la empresa, puesto que la gran parte de sus ingresos vienen en soles.

### **Costos**

- Se tiene un margen bruto promedio de 50% a lo largo de nuestro periodo específico de proyección.
- Se tiene un margen EBITDA promedio de 36% a lo largo de nuestro periodo específico de proyección que es relativamente mayor al margen EBITDA considerando en años anteriores toda vez que considera la reducción de costos de energía y de suministros, lo que es consistente con los resultados del año 2015 en curso.
- En el 2014 UNACEM utilizó el 74% de su capacidad instalada en la producción de cemento y el 89% de su capacidad instalada de producción en *clinker*, en nuestra proyección ambas capacidades llegaran hasta el 100% no considerando expansiones en plantas.

### **Inversiones**

- En cuanto al CAPEX, el modelo considera solo CAPEX de mantenimiento dado que no se ha considerado expansiones de capacidad de producción en las proyecciones.

### **Impuesto a la Renta**

- Los flujos que presentamos consideran una tasa impositiva compuesta de 37% (10% por participación de los trabajadores y 30% por Impuesto a la Renta).

### **Supuestos del capital de trabajo**

- Para la determinación del capital de trabajo hemos determinado los días de cobranza y de pagos (en función a las ventas y compras históricas) para de esta manera aplicarlos consistentemente en las proyecciones. (días de cobranza 16 y días de pago 44 según promedio de información histórica).
- Para determinar los días de cobranzas y pagos hemos eliminado aquellas partidas que no corresponden al giro del negocio o que no serán recurrentes dentro de las operaciones de la compañía.

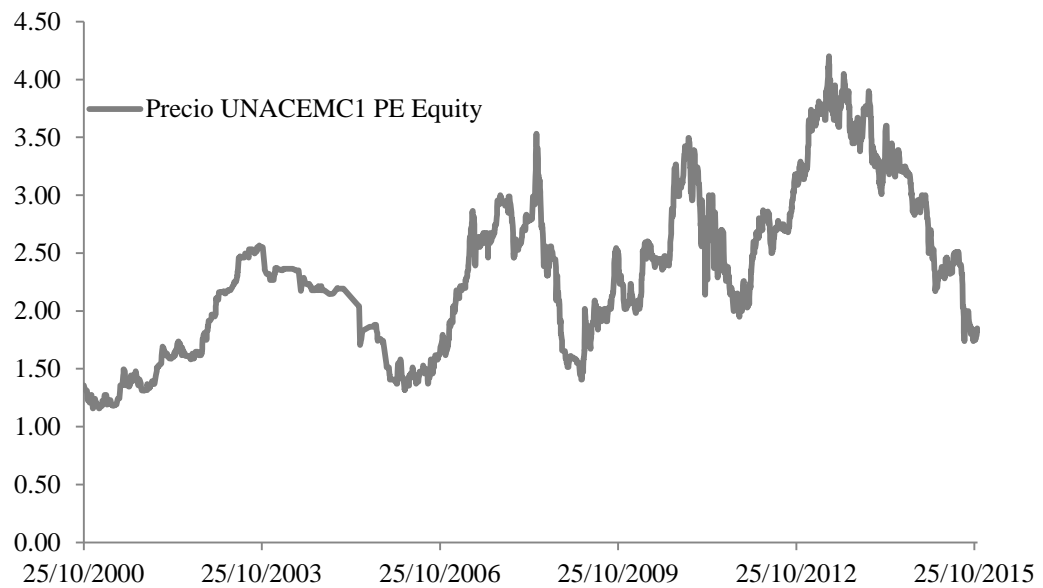
**Supuestos del estado de ganancias y pérdidas**

Para los rubros del estado de ganancias y pérdidas hemos aplicado los siguientes supuestos:

- Hemos analizado y determinado que el comportamiento de ciertos costos y gastos se encuentra relacionado directamente con el comportamiento de los ingresos por lo que su variación se efectúa en función al porcentaje promedio que representa de los ingresos de los últimos 4 años. En algunos casos, en donde el porcentaje del gasto con relación al ingreso del último año es más representativo, hemos utilizado este mismo.
- Asimismo, en la determinación del costo de ventas hemos considerado el nivel del saldo inicial de inventarios para que este se mantenga de manera proporcional en los siguientes años proyectados.
- En el caso de la depreciación de los activos fijos, del activo por desbroce y la amortización de los intangibles, hemos efectuado la determinación en función al ratio promedio de depreciación del período / Costo total de los activos; hemos mantenido dicho ratio para los siguientes años.
- Para la participación de los trabajadores e Impuesto a la Renta hemos determinado la utilidad tributaria imponible proyectada y hemos aplicado la tasa de Impuesto a la Renta aplicable (considerando las tasas de depreciación aplicables).
- Asimismo, para los otros ingresos y gastos hemos eliminado aquellas partidas no recurrentes (por ejemplo indemnizaciones de seguros) para reflejar los flujos futuros esperados relacionados a las operaciones del negocio.



## Anexo 9. Desempeño de la acción



El gráfico muestra el desempeño de la evolución de UNACEM desde el año 2000, la cotización de esta acción alcanzó su mayor nivel en mayo del año 2013 donde registró 4,2 nuevos soles. Actualmente la cotización se encuentra por debajo de 2,0 nuevos soles (1,83) debido a la contracción que presenta el sector construcción ante la caída de la inversión pública y privada.

## **Referencias biográficas**

### **Rosa María Bardales Azañedo**

Nació en Jesús María, Lima, el 29 de agosto de 1986. Bachiller en Economía por la Universidad de Lima. Con estudios de Postgrado en Finanzas Corporativas por la Universidad del Pacífico. Diplomado en gestión de inversiones por la Universidad de Lima. Con conocimientos avanzados y más de 6 años de experiencia laboral en áreas de Mercado de Capitales, Análisis de Mercados (nacional e internacional) y Finanzas en el sector financiero peruano, en empresas como Banco Internacional del Perú y Financiera TFC. Actualmente se desempeña como Trader de Money Market en Financiera TFC.

### **Hernán Castañeda Camacho**

Nació en Quillabamba, Cusco, el 30 de julio de 1985. Es Bachiller en Economía de la Universidad de Lima. Ha efectuado la Maestría de Finanzas Corporativas en la Universidad del Pacífico y cuenta con cursos de especialización en Inversiones y Finanzas corporativas (BVL, EYU). Cuenta con más de 6 años de experiencia en banca de inversión, dando asesoría financiera en fusiones y adquisiciones, valorización de empresas y Project Finance en Ernst & Young, en proyectos locales e internacionales de los sectores minería, energía, infraestructura, servicios, entre otros.

### **Percy Antoni Zarria Samanamud**

Nació en Pueblo Libre, Lima, el 30 de abril de 1986. Es Contador Público Colegiado egresado de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Ha efectuado la Maestría de Finanzas Corporativas en la Universidad del Pacífico y cuenta con un Diplomado de Riesgos Financieros en el Tecnológico de Monterrey. Cuenta con más de 9 años de experiencia en auditoría financiera en Ernst & Young, en donde ha brindado servicios a empresas del sector minero como Compañía de Minas Buenaventura S.A.A., Minera Chinalco Perú S.A., Las Bambas Mining Company, Minsur y Subsidiarias S.A. y Compañía Minera Antapaccay, y del sector *retail* a Belcorp Limited y Kraft Foods Perú, entre otras.